

STIMA DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Fonte: McKinsey – Il Valore dell'Impresa – Il Sole 24h

Le tecniche descritte . . . per il calcolo del **tasso di attualizzazione (tasso di sconto)** si applicano anche all'Italia, ma la minore disponibilità di dati rende necessaria una spiegazione più dettagliata delle seguenti voci:

- Scelta del rapporto d'indebitamento ottimale (ai valori di mercato);
- Stima del costo del patrimonio netto degli azionisti.

Sviluppare la struttura d'indebitamento ottimale ai valori di mercato . . . è più pratico fare riferimento a una struttura di capitale considerata "ottimale" sia per evitare il problema della circolarità nel calcolo della valutazione (una componente della struttura di capitale ai valori di mercato, il valore del patrimonio netto, è anche il risultato del calcolo stesso), sia per evitare che l'attuale struttura di capitale non sia coerente con le variazioni attese del *mix* di copertura patrimoniale a causa della discontinuità nella politica di copertura.

Come è noto . . . le banche commerciali gestiscono in prevalenza il credito a breve, e le linee di credito a revoca aperta sono lo strumento di credito più diffuso. Dal 1987, per la prima volta in 50 anni, le banche commerciali sono autorizzate ad effettuare **merchant banking**, e ciò ha contribuito a normalizzare le carenze di capacità di credito. Titoli privati convertibili e titoli a tassi fissi coesistono con una grande varietà di titoli del Tesoro, municipali, degli enti pubblici ed emissioni estere. La liquidità del mercato è molto varia.

I mercati azionari italiani sono tendenzialmente in crescita come fonte di capitali, con Milano che si configura come borsa principale e altre borse locali. Assieme ai titoli azionari, in queste borse sono trattati titoli obbligazionari d'ogni tipo, industriali, governativi e CE e, ancora, degli enti provinciali e municipali. Attualmente a Milano sul mercato primario sono quotate circa 300 società.

Per definire una struttura patrimoniale "ottimale" deve essere prestata particolare attenzione a prestiti collocati privatamente, prestiti in valuta straniera, leasing e interessi di minoranza, tutte forme di credito molto diffuse in Italia; per fare ciò si utilizzerà la metodologia descritta . . . Passività non finanziarie, come i fondi per spese future (ad esempio, TFR), non devono entrare nel calcolo del costo medio ponderato del capitale perché non sono fonti di finanziamento ma passività operative.

Calcolare il Costo del Patrimonio Netto

Le fasi del processo di stima del Costo del Patrimonio Netto secondo il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) sono tre:

- | |
|--|
| <ol style="list-style-type: none">1. Determinare il Tasso Senza Rischio (Risk-Free Rate);2. Determinare il Premio per il Rischio di Mercato (Market Risk Premium);3. Stimare il Rischio Sistemico o non diversificabile (BETA). |
|--|

Determinare il tasso senza rischio

Generalmente si raccomanda, in pratica, l'utilizzo del rendimento alla scadenza (**yield to maturity**) di un titolo governativo a dieci anni o, alternativamente, alla scadenza massima disponibile. Problemi di liquidità e caratteristiche d'emissione possono far aumentare eccessivamente tale rendimento, e una media ragionata di diversi titoli può forse dare un rendimento più corretto.

Determinare il premio per il rischio di mercato

È senz'altro la componente del costo del patrimonio netto con il CAPM più soggetta a discussione, ed è pari alla differenza tra il ritorno atteso del portafoglio complessivo del

mercato azionario di riferimento (l'indice MIB è il più diffuso) e il tasso senza rischio appena esaminato.

Il premio consigliato per gli Stati Uniti è del 6 per cento, pari alla media geometrica dell'indice di borsa dal 1926. Dati con riferimenti così ampi sono raramente disponibili per altri paesi, inclusa l'Italia. Dati di periodo più breve sono invece disponibili per molti paesi. In Italia una stima può essere ottenuta calcolando la differenza tra i ritorni annuali a media geometrica del *Morgan Stanley Capital Index* per l'Italia (36 titoli) e i titoli governativi di lungo periodo. Dal 1960 la differenza è stata del 3,8 per cento. Nello stesso periodo negli Stati Uniti la differenza è stata del 3,75 per cento, e per determinare la media geometrica di lungo periodo si potrebbe pertanto ipotizzare che questa correlazione sia stabile. Per l'Italia si stima quindi in **6** punti percentuali il premio per il rischio di mercato di lungo termine.

Anche se la qualità dei dati utilizzati per ottenere queste stime è soddisfacente, una base di riferimento ristretta come quella del mercato italiano potrebbe non riflettere accuratamente la media effettiva di mercato, e potrebbe verificarsi un errore sia di sovrastima che di sottostima. Le imprese multinazionali potrebbero essere soggette a un più contenuto premio per il rischio, in quanto sia il *cashflow* operativo che quello finanziario sono influenzati solo parzialmente dalle condizioni locali dei mercati finanziari. Questo vale particolarmente nel caso di grandi imprese appartenenti a un paese con un'economia di piccole dimensioni, e ancor di più nel caso di imprese globali.

I premi per il rischio degli altri paesi variano in media **da 6 a 8** punti e, inoltre, i mercati finanziari delle nazioni economicamente sviluppate diventano sempre più interrelati. In conseguenza dell'estendersi del processo di globalizzazione, si assisterà ad una sempre maggiore convergenza dei premi di mercato e dei rendimenti "reali".

Stimare il rischio sistematico (BETA)

Se la società è quotata in borsa, una stima del BETA si può ottenere in base all'Analisi del rischio dei titoli azionari" di *Analysis F.A.*, che calcola i beta storici di breve periodo di circa 280 titoli quotati alla Borsa valori di Milano. Purtroppo il beta necessario per la valutazione dovrebbe essere, come tutte le altre componenti del **CAPM**, previsivo e di lungo periodo, e non semplicemente una media storica. Soprattutto, se si prevede che la società subirà cambiamenti strutturali, il beta storico può non essere più molto affidabile. Il servizio internazionale *BARRA World Equity Beta Book* fornisce delle buone stime del beta previsto per circa 3.000 titoli europei, ricavate dalla combinazione di *Financial Times*, *Actuaries World Index* e *Morgan Stanley Capital International World Index*.

Il BETA da utilizzare è il cosiddetto *local predicted beta*, oppure il *world predicted beta* se ad essere valutata è una società multinazionale con il rischio sistematico influenzato da significativi *cashflow* di tipo operativo o finanziario non generati in Italia. **Usare un beta mondiale e un premio per il rischio internazionale oscillante tra il 6 e l'8 per cento può fornire, per queste società, una stima migliore del costo del patrimonio netto; in questo caso, però, il tasso senza rischio deve essere locale, per coerenza con le attese inflazionistiche e la valuta utilizzata (spesso quella locale).**

In generale, se la società ha più di un tipo di titoli azionari quotati, è opportuno utilizzare il beta del titolo che capitalizza maggiormente, in quanto questo, generalmente, è il titolo più trattato. Azioni con poco volume complessivo sono spesso con poco flottante e il loro beta, comunque calcolato, è poco significativo.

